

덕산하이메탈 (077360)

탐방노트: 중간지주사(X), 사업회사(O)

비유기적 외형 성장 의지와 더불어 본업 성장도 기대

덕산하이메탈은 반도체 패키징용 접합 소재인 Solder Ball과 Paste를 공급하며 동 사업은 덕산그룹 반도체 소재 분야의 모태 사업이라고 할 수 있다. 덕산그룹 내에서 덕산네오룩스와 덕산테크피아가 자리를 잡은 이후 덕산하이메탈을 중심으로 실적 성장을 재추진하는 것이 무엇보다도 가장 긍정적이라고 판단된다. 2021년 덕산하이메탈의 성장동력은 본업에 해당되는 Solder Paste 및 접합 소재 신제품, 연결 자회사 덕산넵코어스(지분율 59.97%)이다. 넵코어스는 GPS 기술 기반의 Location & Timing 관련 위성항법솔루션(이동체의 위치, 속도, 자세 계산 및 전파 교란 차단)을 공급한다. 덕산그룹의 구조를 살펴보면 덕산하이메탈이 중간지주사처럼 보인다. 그러나 지주사가 아니라 사업회사로서 본업과 비유기적 성장을 동시에 추진한다.

2021년 매출 1,207억 원, 영업이익 155억 원 추정

매출 추정의 근거는 Solder Ball 477억 원, Non-Solder Ball(Paste, ACF용 도전 입자) 180억 원, 덕산넵코어스 350억 원, DS MYANMAR 200억 원이다. 비주력 제품이었던 Solder Paste와 ACF용 도전 입자는 공정 소재 국산화 및 일본 위주 벤더 다변화의 수혜를 입으며 2021년부터 주력 제품처럼 덕산하이메탈 매출에 기여할 것으로 기대된다. 공정 소재 국산화는 2020년부터 매출 구조에 영향을 주기 시작했다. 2020년 내수 매출 370억 원, 비중 67%를 기록하며, 그동안 절반을 차지하는 내수 비중(2018년 49%, 2019년 45%)이 50%를 상회하기 시작했다.

2021년 본업 외에 연결자회사 덕산넵코어스 실적이 가장 기대

연결자회사 덕산넵코어스는 2012년 설립 이후, 유인 항공기, 항공우주선 및 보조장치 시장에서 자리를 잡으며 2016년부터 매출이 매년 300억 원을 상회했다. 전방 산업 중에서 방산, 민수, 우주(나로호/누리호 위성발사체용 GNSS 항법장치) 분야까지 뛰어 들었다. 2019년 및 2020년 매출은 각각 346억 원, 375억 원이다. 한편 연결자회사 중에서 DS MYANMAR 법인의 매출은 200억 원으로, 사업계획 대비 보수적으로 추정한다. DS MYANMAR 법인의 역할은 덕산하이메탈 본업(Solder Ball, Paste)의 원가 경쟁력 확보를 돕는 비철금속 제련이다. 한편 덕산하이메탈 연결 영업이익 155억 원 가정 시, 영향을 주는 매출 원가를 934억 원으로 계산했다. [1] 덕산하이메탈 본업의 마진은 신제품 효과로 개선, [2] 덕산넵코어스는 평년 수준의 매출 원가율 적용, [3] 미얀마 법인은 BEP라고 가정했다.

기업분석(Report)

Not Rated

CP(4월 9일): 13,150원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	989.39
52주 최고/최저(원)	14,400/5,180
시가총액(십억원)	298.7
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	22,718.5
60일 평균 거래량(천주)	485.3
60일 평균 거래대금(십억원)	6.3
20년 배당금(원)	0
20년 배당수익률(%)	0.00
외국인지분율(%)	3.40
주요주주 지분율(%)	
이준호 외 14 인	55.56

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	103	129
영업이익(십억원)	14	23
순이익(십억원)	26	37
EPS(원)	1,162	1,624
BPS(원)	11,013	12,761

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	십억원	43	45	48	52	55
영업이익	십억원	5	3	1	4	6
세전이익	십억원	8	7	11	12	21
순이익	십억원	(7)	8	12	11	15
EPS	원	(733)	351	532	494	672
증감율	%	적지	흑전	51.6	(7.1)	36.0
PER	배	(11.8)	22.8	8.5	15.5	19.0
PBR	배	1.0	0.9	0.5	0.8	1.2
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	%	(9.7)	4.4	6.2	5.5	7.0
BPS	원	8,253	8,641	9,242	9,611	10,270
DPS	원	0	0	0	0	0



Semiconductor Analyst
김경민, CFA
02-3771-3398
clairekm.kim@hanafn.com

Semiconductor RA
김주연
02-3771-7775
kim_juyeon@hanafn.com

표 1. 실적 추정

(단위: 십억 원, %)

실적	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2018	2019	2020	2021F
연결 매출	12.3	13.0	13.6	12.8	13.8	12.5	14.0	14.9	47.8	51.8	55.2	120.7
분업(Solder Ball)	7.0	8.6	9.6	9.5	10.5	9.6	10.7	10.6	29.5	34.7	41.5	47.7
분업(Non-Solder Ball: Solder Paste, ACF용 도전 입자 등)	5.2	4.4	4.0	3.4	3.3	2.9	3.3	4.3	18.2	17.1	13.7	18.0
자회사 덕산넵코어스(위성항법솔루션)(지분율 59.97%)									35.1	34.5	37.4	35.0
자회사 DS MYANMAR 제련 사업												20.0
매출원가	10.6	10.7	9.5	9.7	9.4	8.2	8.7	9.4	39.3	40.5	35.7	93.4
매출총이익	1.7	2.4	4.1	3.2	4.4	4.3	5.4	5.5	8.5	11.3	19.5	27.4
판매비와관리비	1.4	1.3	1.6	2.9	2.5	4.9	2.7	3.1	7.3	7.2	13.2	11.9
영업이익	0.3	1.0	2.5	0.3	1.9	-0.6	2.6	2.5	1.2	4.1	6.4	15.5
금융수익	0.4	0.4	0.4	0.2	1.2	-0.2	-0.2	0.1	1.7	1.4	0.9	1.5
금융비용	0.0	0.3	-0.2	0.6	0.2	0.0	0.4	1.1	0.1	0.7	1.7	0.4
기타영업외수익	0.4	0.6	0.3	0.0	5.9	0.0	0.0	0.0	1.7	1.2	6.0	1.5
기타영업외비용	0.1	0.3	0.1	0.3	0.0	0.2	0.1	0.5	0.7	0.8	0.8	0.7
지분법이익(덕산네오록스)	0.7	1.4	2.5	2.4	2.8	0.6	3.7	3.5	6.9	7.1	10.6	17.2
세전계속사업이익	1.6	2.9	5.8	2.0	11.5	-0.3	5.7	4.5	10.6	12.3	21.4	34.5
법인세비용	0.1	0.7	0.3	-0.1	0.3	1.9	0.4	3.5	-1.5	1.0	6.1	6.6
당기순이익	1.5	2.3	5.5	2.0	11.2	-2.2	5.3	1.0	12.1	11.2	15.3	28.0
마진	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2018	2019	2020	2021F
GPM%	13.4%	18.1%	30.1%	24.6%	31.8%	34.1%	38.2%	37.2%	17.7%	21.8%	35.4%	22.7%
OPM%	2.1%	8.0%	18.3%	2.1%	13.8%	-4.9%	18.8%	16.4%	2.4%	7.9%	11.6%	12.8%
NPM%	12.4%	17.4%	40.1%	15.4%	80.9%	-17.8%	37.8%	6.7%	25.3%	21.7%	27.6%	23.2%

자료: 덕산하이메탈, FnGuide, 하나금융투자

표 2. 연결자회사 덕산넵코어스 실적

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	8.9	17.6	24.1	30.0	35.0	35.1	34.6	37.5
매출원가	7.1	14.2	19.1	22.1	27.9	28.4	27.6	33.1
매출총이익	1.8	3.4	4.9	7.9	7.1	6.8	7.0	4.4
판매비와관리비	1.2	1.6	2.2	3.2	3.9	3.8	2.6	2.9
영업이익	0.6	1.8	2.7	4.6	3.2	3.0	4.4	1.5
금융수익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0
금융비용	0.4	0.6	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0
기타영업외수익	0.0	0.1	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2
기타영업외비용	0.0	0.6	1.0	0.4	0.3	0.1	0.1	0.8
세전계속사업이익	0.1	0.7	1.5	4.1	3.2	3.1	4.6	0.9
법인세비용		0.2	0.6	0.8	0.7	0.6	0.8	0.3
당기순이익	0.1	0.5	0.9	3.3	2.4	2.4	3.8	0.6

주: 2018년 실적까지 FnGuide 기준, 2019~2020년 실적은 2021년 4월 2일 공시된 감사보고서 참고

자료: FnGuide, Dart, 하나금융투자

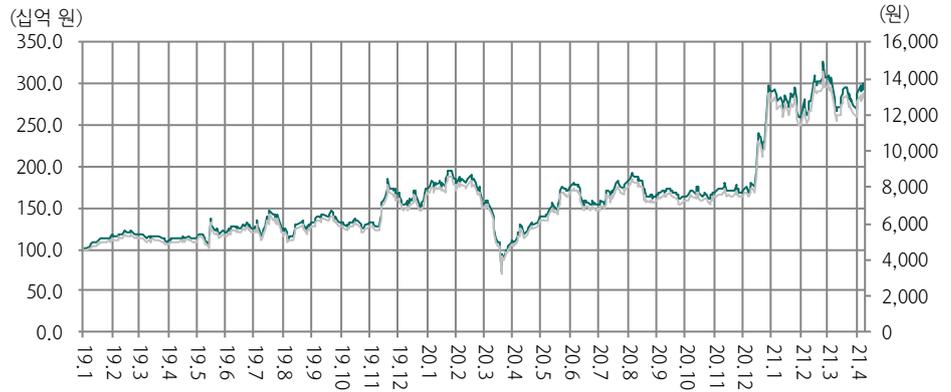
표 3. 동종업종 비교

(단위: 원, 십억 원, %, 십억 원, 배, %)

기업	제품	종가	시총	1W	1M	YTD	2020	2021F	2020	2021F	2021F	2022F	2020	2021F
							매출액	매출액	영업이익	영업이익	P/E	P/E	ROE	ROE
덕산하이메탈	Solder Ball, 위성항법솔루션	13,150	298.8	+3.5%	+8.7%	+2.7%	55.2	103.0	6.4	14.2	11.3	8.1	7.3%	11.8%
엠케이전자	본딩와이어, Solder Ball	11,650	254.1	+2.6%	+9.9%	+10.4%	875.8		111.0				8.4%	
해성디에스	리드프레임	33,850	575.5	-1.3%	+9.5%	+38.7%	458.8	554.5	43.5	50.7	15.9	12.9	13.6%	14.8%
한화에어로스페이스	방산사업	40,050	2,027.7	+0.4%	+8.5%	+40.5%	5,321.4	5,934.7	244.0	274.8	14.8	12.4	4.8%	5.2%
LIG넥스원	정밀유도무기 등	43,000	946.0	+4.2%	+18.6%	+41.0%	1,600.3	1,833.6	63.7	89.1	13.7	9.7	8.9%	9.9%
인텔리안테크	해상용 위성통신 안테나	70,500	533.1	-1.0%	-7.7%	+35.1%	110.1	137.6	3.3	11.2	61.3	27.2	0.7%	

자료: FnGuide, 하나금융투자

그림 1. 시가총액 및 주가 추이와 주요 이벤트



2020년 12월	12월 초부터 DRAM 현물 가격 상승하며 한국 반도체 업종의 투자 심리가 긍정적으로 전환 덕산하이메탈의 구조적 성장(넵코어스 인수)에 대한 기대감으로 반도체 업종의 여타 중소형주 대비 주가 빠르게 상승
2021년 1월	반도체 산업지표 중에 DRAM 현물가격이 상승하면서 반도체 업종 전체적으로 투자 심리 호전
2월	2/02, 자기주식 처분 결정 공시. 사업 확대에 따른 시설 및 운영 자금 확보 목적. 처분 예정 주식수 1,380,124주
3월	미국 10년물 국채 금리 상승해 기술주, 성장주에서 다른 섹터로 로테이션 발생 필라델피아 반도체지수는 2월 중순 이후 3,200선을 경신했다가 2,800선까지 후퇴한 이후 박스권 등락 3/10, 덕산하이메탈(주)가 넵코어스(주)의 보통주 9,150,838주(지분율 59.97%)를 37,239백만원에 양수하는 합병 종료 공시 3/23, 인텔이 파운드리 사업 재진출 및 대규모 시설투자 발표 이후 미국 반도체 장비주 반등. 이를 계기로 한국 반도체 중소형주도 동반 상승
4월	4/05, 주식 등의 대량보유상황보고서 공시. 국민연금 지분율, 6.46%에서 4.09%로 축소

자료: FnGuide, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	43	45	48	52	55
매출원가	30	35	39	41	36
매출총이익	13	10	9	11	19
판매비	7	7	7	7	13
영업이익	5	3	1	4	6
금융손익	2	(1)	2	1	(1)
중속/관계기업손익	2	6	7	7	11
기타영업외손익	(1)	(0)	1	0	5
세전이익	8	7	11	12	21
법인세	1	1	(1)	1	6
계속사업이익	7	7	12	11	15
중단사업이익	(23)	1	(0)	0	0
당기순이익	(17)	8	12	11	15
비배주주지분 손익	(9)	(0)	(0)	(0)	(0)
지배주주순이익	(7)	8	12	11	15
지배주주지분포괄이익	(6)	8	13	11	15
NOPAT	4	2	1	4	5
EBITDA	11	5	3	6	9
성장성(%)					
매출액증가율	(15.7)	4.7	6.7	8.3	5.8
NOPAT증가율	(50.0)	(50.0)	(50.0)	300.0	25.0
EBITDA증가율	(31.3)	(54.5)	(40.0)	100.0	50.0
영업이익증가율	(50.0)	(40.0)	(66.7)	300.0	50.0
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	50.0	(8.3)	36.4
EPS증가율	적지	흑전	51.6	(7.1)	36.0
수익성(%)					
매출총이익률	30.2	22.2	18.8	21.2	34.5
EBITDA이익률	25.6	11.1	6.3	11.5	16.4
영업이익률	11.6	6.7	2.1	7.7	10.9
계속사업이익률	16.3	15.6	25.0	21.2	27.3

투자지표	(단위:십억원)				
	2016	2017	2018	2019	2020
주당지표(원)					
EPS	(733)	351	532	494	672
BPS	8,253	8,641	9,242	9,611	10,270
CFPS	759	925	1,187	1,097	2,015
EBITDAPS	469	231	148	283	391
SPS	1,885	1,984	2,102	2,278	2,431
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(11.8)	22.8	8.5	15.5	19.0
PBR	1.0	0.9	0.5	0.8	1.2
PCR	11.4	8.6	3.8	7.0	6.4
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PSR	4.6	4.0	2.1	3.4	5.3
재무비율(%)					
ROE	(9.7)	4.4	6.2	5.5	7.0
ROA	(9.1)	4.4	6.2	5.3	6.6
ROIC	10.3	7.0	3.5	8.4	7.6
부채비율	9.9	3.7	3.7	5.1	7.0
순부채비율	(14.6)	(18.5)	(20.5)	(18.5)	(13.5)
이자보상배율(배)	172.8	97.9	47.5	166.6	261.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	47	48	58	58	56
금융자산	35	34	41	39	31
현금성자산	17	27	41	39	31
매출채권	5	6	9	9	8
재고자산	5	5	7	8	9
기타유동자산	2	3	1	2	8
비유동자산	137	134	138	152	174
투자자산	95	103	109	116	130
금융자산	4	5	4	4	6
유형자산	33	22	23	28	36
무형자산	1	1	1	1	1
기타비유동자산	8	8	5	7	7
자산총계	183	182	196	210	230
유동부채	14	5	6	8	9
금융부채	0	0	0	0	0
매입채무	1	1	2	1	3
기타유동부채	13	4	4	7	6
비유동부채	3	2	1	2	6
금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	2	1	2	6
부채총계	17	6	7	10	15
지배주주지분	171	181	194	202	217
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	108	108	108	108	108
자본조정	(107)	(106)	(105)	(105)	(105)
기타포괄이익누계액	(0)	(0)	(0)	0	(0)
이익잉여금	165	174	186	194	210
비지배주주지분	(4)	(5)	(5)	(2)	(2)
자본총계	167	176	189	200	215
순금융부채	(24)	(32)	(39)	(37)	(29)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동 현금흐름	8	1	8	7	8
당기순이익	(17)	8	12	11	15
조정	0	(0)	0	(0)	(0)
감가상각비	5	3	2	2	3
외환거래손익	1	2	0	1	2
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(6)	(5)	(2)	(3)	(5)
영업활동 자산부채 변동	2	(5)	(4)	(2)	(5)
투자활동 현금흐름	(24)	19	5	(8)	(15)
투자자산감소(증가)	0	0	0	0	0
자본증가(감소)	6	13	5	9	10
기타	(30)	6	0	(17)	(25)
재무활동 현금흐름	(1)	(9)	0	(0)	(0)
금융부채증가(감소)	(12)	(9)	0	(0)	(0)
자본증가(감소)	0	(0)	0	0	0
기타재무활동	11	0	0	0	0
배당지급	0	0	0	0	0
현금의 증감	(15)	10	14	(2)	(8)
Unlevered CFO	17	21	27	25	46
Free Cash Flow	14	3	12	16	17

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

덕산하이메탈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.11	Not Rated	-		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.85%	6.15%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 04월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 4월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 2021년 4월 12일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.